

Finansal olmayan şirketler zorlu ortamla iyi başa çıktı

Hem iç hem de uluslararası politik arenadaki belirsizlikler nedeniyle iç piyasadaki zayıf talep ortamına rağmen, nispeten istikrarlı TL sayesinde banka dışı şirketlerin toplam net karının yıllık bazda %4, çeyrek bazda da %50 artış göstermesini bekliyoruz. TL'deki değer kaybı 2. çeyrekte ABD Doları ve Avro karşısında sırasıyla %2 ve %4 olurken, borçlanma maliyetleri de hafif yükseliş gösterdiğinden dolayı kısa döviz pozisyonu ve borçluluğu fazla olan şirketler üzerindeki olumsuz etki sınırlı kaldı. **Otokar, Türk Telekom, Enka İnşaat, Pegasus, Anadolu Efes, Coca Cola İçecek, Arçelik** ve **Brisa**'nın 2. çeyrekte yıllık bazda en iyi net kar büyüme kaydeden şirketler olmalarını bekliyoruz. Aksine, **Doğuş Otomotiv, Çimsa, Bolu Çimento, Zorlu Enerji, Türk Traktör** ve **Türk Hava Yolları**'nın ise en yüksek net kar daralması yaşayacak şirketler olacağını tahmin ediyoruz. Kar sezonu 23 Temmuz'da **TAV Havalimanları** ile başlayıp, ardından 25 Temmuz'da **Akbank** ve 26 Temmuz'da **Türk Telekom**'la devam edecek. Bankaların solo ve konsolide sonuçları için son tarih 19 Ağustos iken, banka dışı şirketlerin solo sonuçları için son tarih 9 Ağustos, konsolide sonuçlar içinse 19 Ağustos'tur.

Yüksek ticari zararların bankalarda çeyreklik %24 net kar düşüşü getirmesi bekleniyor

Takibimizde 6 bankanın toplam net kar performansında %24'lük çeyreklik düşüş beklemekteyiz. Kredi mevduat faiz makasındaki yatay-pozitif seyre rağmen i) yılın ilk çeyreğinde YP mevduatlardaki artış ve swap maliyetlerindeki yükselişler sebebiyle gerçekleşen yüksek ticari zararlar ve TÜFE'ye endeksli tahvil getirilerinde çeyreklik düşüş, net karlılıkları baskılayan faktörler olarak öne çıkıyor. Buna göre swap dahil net faiz marjında çeyreklik bazda 30 baz puan düşüş bekliyoruz. 2Ç19'da tahsili gecikmiş alacaklardaki görece kısıtlı artışın karşılık giderlerinde ise çeyreklik %15 düşüş getirmesini beklemekteyiz. Ücret ve komisyonlardaki güçlü seyir ise net kar üzerinde diğer bir destekleyici faktör iken ticari zarar kalemin olumsuz etkisinin yalnızca sınırlı bir kısmını telafi edebilmektedir. **Halkbank**'ın kredi mevduat faiz makasındaki iyileşme ve menkul kıymet portföyündeki artışın etkisiyle çeyreklik bazda %40 net faiz geliri artışı kaydetmesini beklerken, **Garanti Bankası**'nın özel bankalar arasında %4 ile sınırlı net kar düşüşü ile öne çıkmasını bekliyoruz. Çeyreklik bazda güçlü net faiz geliri performanslarına rağmen **İş Bankası** ve **Vakıfbank**'ın net karlılıklarında yüksek ticari zarar kaleminin olumsuz etkisinin görünür olması beklenmektedir.

Zayıf TL ve artan enflasyon gelir büyümesini destekliyor

Kapsamımızdaki banka dışı şirketler için yıllık bazda %20 gelir büyümesi bekliyoruz. 1) Zayıf TL ve bilet fiyat artışları sayesinde **Pegasus** ve **THY** gibi havacılık şirketlerinin, 2) yabancı para bazlı gelir üreten ve emtia bazlı gelir yapısı olan **Kordsa, Petkim, Şişecam, Soda** ve **Tekfen Holding**'in, 3) İnorganik büyüme, yeni yatırımlar ve bazısında artan yurtdışı operasyonlar katkısıyla **Anadolu Efes, Arçelik, Hektaş, Ülker** ve **Trakya Cam**'in ve 4) güçlü faaliyet performansı olan **Aselsan, BİM** ve **Otokar**'ın gelir büyümesinde öne çıkmasını bekliyoruz. Öte yandan, **Bolu Çimento, Doğuş Otomotiv** ve **Ulusoy Elektrik**'te zayıf satışlar nedeniyle gelir daralması olacağını tahmin ediyoruz.

Karlılık baskı altında kaldı

Takibimizdeki banka dışı şirketler için yaptığımız tahminlerde toplam FAVÖK büyümesinin yıllık bazda %5 seviyesinde gerçekleşmesini ve ciro artış beklentimizin gerisinde kalmasını öngörüyoruz. Yıllık FAVÖK artış performansı açısından ön planda olmasını beklediğimiz hisseler **Arçelik** (güçlü Türkiye operasyonları karlılığı, faaliyet giderlerindeki toparlanma, düşük baz), **Aselsan** (zayıf baz, güçlü ciro performansı), **BİM, Medical Park** ve **Migros** (UFRS 16 etkisi), **Odaş** (Çan santralinin katkısı), **Otokar** (zırhlı araç satışı ve otobüs ihracatının etkisi), **Tekfen** (taahhüt segmentinin güçlü performansı), **Hektaş** (hacim büyümesi, fiyat artışı), **Türk Telekom** (zayıf baz, fiyat artışı, kullanıcı sayısı büyümesi), **Ülker** (yurtdışı operasyonların artan katkısı), **Zorlu Enerji** (kapasite artışı, zayıf TL, USD bazlı satışlarda artış). UFRS16'nın operasyonel karlılığa olumlu etkisi ve nispeten daha anlamlı yıllık karşılaştırma açısından havayolları için FAVKÖK olarak gösterdiğimiz tahminlerde **Pegasus**'ta yıllık olarak artış, **THY** tarafında ise taşınma giderlerini de içerecek çeyrekte daralma öngörüyoruz. Atatürk Havalimanı'nın Nisan başı kapanmasıyla **TAV Havalimanları** finansallarında daralma beklenmektedir. Öte yandan **Bolu Çimento, Akçansa, Türk Traktör, Kardemir** ve **Torunlar GYO**'nun FAVÖK'lerinde ise yıllık bazda daralma olmasını tahmin ediyoruz.

2. Çeyrek 2019 Banka dışı Kar Beklentileri

Takibimizdeki Hisseler için 2Ç19 Finansalları Beklentileri

Banka											Net Kar				
	2Ç19T	1Ç18	1Ç19	yıllık değ.	çeyreksele deę.	2Ç19T	1Ç18	1Ç19	yıllık değ.	çeyreksele deę.	2Ç19T	1Ç18	1Ç19	yıllık değ.	çeyreksele deę.
AKBNK	1,117	1,602	1,413	-30%	-21%										
GARAN	1,651	1,907	1,722	-13%	-4%										
ISCTR	702	1,528	1,458	-54%	-52%										
YKBNK	1,007	1,227	1,241	-18%	-19%										
HALKB	312	1,113	305	-72%	2%										
VAKBN	394	1,074	651	-63%	-40%										
Banka Dışı	Satış Gelirleri					FAVÖK*					Net Kar				
	2Ç19T	1Ç18	1Ç19	yıllık değ.	çeyreksele deę.	2Ç19T	1Ç18	1Ç19	yıllık değ.	çeyreksele deę.	2Ç19T	1Ç18	1Ç19	yıllık değ.	çeyreksele deę.
ADANA	170	186	127	-9%	34%	26	40	5	-36%	408%	22	53	47	-58%	-53%
AEFES	6,900	5,450	3,969	27%	74%	1,119	962	394	16%	184%	211	91	-177	133%	a.d.
AKCNS	435	462	407	-6%	7%	48	125	31	-62%	57%	32	69	20	-54%	62%
AKSA	987	903	925	9%	7%	135	169	139	-20%	-3%	65	48	64	35%	1%
ANACM	1,011	837	775	21%	30%	226	188	195	20%	16%	113	166	102	-32%	11%
ARCLK	8,465	6,512	6,902	30%	23%	917	548	694	67%	32%	279	144	235	94%	19%
ASELS	2,680	1,915	1,998	40%	34%	563	419	395	34%	43%	708	590	629	20%	13%
AYGAZ	2,797	2,222	2,351	26%	19%	85	113	98	-25%	-13%	122	148	10	-18%	1111%
BIMAS	10,295	7,799	9,025	32%	14%	772	442	654	75%	18%	281	293	215	-4%	30%
BOLUC	100	154	73	-35%	37%	14	50	3	-72%	411%	-5	32	-21	a.d.	-76%
BRISA	783	720	776	9%	1%	135	131	126	3%	7%	19	12	-3	60%	a.d.
CIMSA	387	493	336	-21%	15%	82	133	62	-38%	32%	28	80	18	-65%	54%
CCOLA	3,669	3,158	2,229	16%	65%	700	634	130	10%	439%	406	191	-3	113%	a.d.
DOAS	1,903	3,050	1,809	-38%	5%	114	151	109	-25%	4%	-75	56	-69	a.d.	8%
EKGYO	1,380	869	1,235	59%	12%	432	296	-9	46%	a.d.	295	264	48	12%	516%
ENKAI	3,225	2,981	2,964	8%	9%	782	763	754	2%	4%	794	-9	835	a.d.	-5%
ENJSA	4,576	3,767	4,484	21%	2%	1,199	860	1,126	39%	6%	249	168	297	48%	-16%
EREGL	7,424	6,211	7,144	20%	4%	1,677	2,137	1,740	-22%	-4%	1,208	1,513	997	-20%	21%
FROTO	8,690	8,190	9,284	6%	-6%	745	761	781	-2%	-5%	427	486	478	-12%	-11%
GUBRF	1,139	1,012	1,460	13%	-22%	103	110	156	-7%	-34%	-4	-15	-6	-74%	-31%
HEKTS	193	139	259	39%	-25%	67	48	105	39%	-36%	34	29	68	15%	-50%
ISDMR	4,269	3,787	4,060	13%	5%	876	1,380	907	-37%	-3%	652	1,134	523	-42%	25%
KCHOL	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1,281	1,418	779	-10%	64%
KORDS	1,303	825	1,265	58%	3%	199	143	198	39%	1%	92	75	93	23%	-1%
KOZAL	578	441	468	31%	24%	335	272	258	23%	30%	371	357	320	4%	16%
KRDMD	1,580	1,260	1,636	25%	-3%	216	460	203	-53%	6%	90	204	68	-56%	33%
LOGO	92	72	81	27%	13%	31	26	28	16%	11%	16	17	15	-8%	6%
MPARK	904	720	933	25%	-3%	139	84	158	66%	-12%	-14	-15	-3	-8%	322%
MGROS	5,745	4,523	4,923	27%	17%	528	246	451	115%	17%	-158	-285	-231	-44%	-31%
ODAS	268	232	145	15%	85%	73	9	15	687%	380%	-18	-84	-108	-79%	-83%
OTKAR	830	236	419	252%	98%	184	-32	10	a.d.	1750%	180	-51	-11	a.d.	a.d.
PETKM	3,584	2,353	2,832	52%	27%	561	441	288	27%	94%	380	371	154	2%	147%
PGSUS	2,328	1,698	1,766	37%	32%	500	330	245	a.d.	104%	51	16	-214	222%	a.d.
SISE	4,635	3,696	3,923	25%	18%	970	795	830	22%	17%	434	691	448	-37%	-3%
SODA	993	784	948	27%	5%	248	206	200	20%	24%	309	418	285	-26%	8%
TAVHL	1,135	1,569	1,646	-28%	-31%	601	817	597	-27%	1%	165	426	146	-61%	13%
TCELL	6,074	5,105	5,433	19%	12%	2,416	2,134	2,345	13%	3%	507	415	1,224	22%	-59%
THYAO	18,203	13,843	14,848	31%	23%	2,412	2,918	1,401	-17%	72%	46	441	-1,253	-89%	a.d.
TKFEN	3,759	2,837	4,587	33%	-18%	458	294	939	56%	-51%	418	279	782	50%	-47%
TOASO	5,237	5,050	3,981	4%	32%	614	646	609	-5%	1%	408	368	325	11%	26%
TRGYO	220	654	205	-66%	7%	160	240	137	-33%	17%	-70	-218	-144	-68%	-51%
TRKCM	1,792	1,324	1,534	35%	17%	320	294	288	9%	11%	141	298	149	-53%	-6%
TTKOM	5,730	4,951	5,403	16%	6%	2,647	2,010	2,619	32%	1%	439	-942	310	a.d.	42%
TTRAK	816	1,077	818	-24%	0%	57	144	51	-61%	12%	12	81	8	-86%	52%
TUPRS	24,385	20,081	20,708	21%	18%	1,521	2,098	789	-28%	93%	763	1,027	-375	-26%	a.d.
ULKER	1,745	1,330	1,799	31%	-3%	284	200	279	42%	2%	120	237	365	-50%	-67%
ULUSE	98	140	85	-30%	16%	37	38	25	-4%	50%	27	27	29	1%	-8%
ZOREN	1,626	1,494	1,871	9%	-13%	459	334	462	37%	-1%	13	42	36	-69%	-64%

Kaynak: Oyak Yatırım, tahminleri, veri tabanı, *PGSUS ve THYAO için FAVKÖK ifade eder.

Değerleme Yaklaşımı

Değerleme yöntemi olarak çoğunlukla İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Uluslararası Eş Grup Karşılaştırması yöntemleri kullanılırken, Temettü Verimi, Gordon Büyüme Modeli ve Yenileme Değeri metodu da uygun olan durumlarda kullanılmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü analistleri, değerlemelerinde tek bir yönteme bağlı kalabilecekleri gibi; kendi yorumlarına göre, çeşitli ağırlıklandırmalar yaparak birden çok değerlendirme yöntemini de bir arada kullanabilmektedirler. BIST-100'ün "Beklenen Piyasa Getirisi", araştırma kapsamındaki şirketlerin, halka açıklık oranlarına karşılık gelen piyasa değerleri üzerinden bulunan hedef getirilere göre hesaplanmaktadır. Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin araştırma kapsamındaki şirketlerin piyasa değeri, yaklaşık olarak BIST'nin toplam piyasa değerinin %80'ine karşılık gelmektedir.

Derecelendirme Metodolojisi

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., araştırma kapsamındaki her şirketi aşağıdaki kriterlere göre derecelendirmektedir:

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder. Hedef getirisi, 12 aylık dönem sonundaki "Beklenen Piyasa Getirisi"nin en az %10 üzerinde olan hisselerle ENDEKSİN ÜZERİNDE GETİRİ tavsiyesi verilir. Hedef getirisi "Beklenen Piyasa Getirisi"nin %10'unundan az olan hisselerle ENDEKSİN ALTINDA GETİRİ tavsiyesi verilirken; ENDEKSE PARALEL tavsiyesi ise, hedef getirisi ile Beklenen Piyasa Getirisi arasında +/- %10'luk bant içerisinde kalan hisselerle verilen öneridir.

Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirebilir.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.